Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 45 (1987)

Heft: 3

Artikel: Le dividende, quelle importance?

Autor: Boemle, Max / Oyon, Daniel

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-139560

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 08.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Le dividende, quelle importance?

Max Boemle,
Professeur à l'Ecole des HEC,
Université de Lausanne

Daniel Oyon,
Assistant à l'Ecole des HEC,
Université de Lausanne

1. LE DIVIDENDE, TRÈS DISCUTÉ, PEU ÉTUDIÉ

Au cours du premier semestre de l'année, à la page financière de chaque grand quotidien, de même que dans les journaux ou hebdomadaires spécialisés, le mot «dividende» se retrouve fréquemment dans les titres ou les sous-titres comme s'il fallait absolument attirer l'attention du lecteur, investisseur actuel ou potentiel, sur l'évolution du taux et du montant nominal distribué par titre traité sur le marché financier.

Le public ne tient généralement pas compte des augmentations indirectes du dividende dues aux modifications du capital social. Ainsi, suite à l'augmentation du capital social effectuée par la SBS en 1986, le dividende ajusté par action est passé de Fr. 12.53 à Fr. 13.—, tandis que le montant nominal est toujours de Fr. 13.—.

A l'examen des taux de rendement sur la base du dividende, avoisinant que trop souvent les 1 à 2 %, hormis le secteur bancaire où ces taux approchent le 3 %, la place de choix qu'occupe le dividende dans les vecteurs d'information ne se justifie pas. En plus, si l'on soustrait les différents impôts qui seront prélevés sur ce revenu, on peut difficilement comprendre comment un investisseur peut être intéressé par une perspective de rendement aussi dérisoire (cf. fig. 1).

Evolution mensuelle moyenne des cours et taux de rendement sur la base du dividende par secteur d'activité selon Finanz und Wirtschaft
(bourse de Zurich) (fig. 1)

	Janvier 87		Février 87		Mars 87		Avril 87	
	▽ cours (en %)	rendement	▽ cours (en %)	rendement	▽ cours (en %)	rendement	▽ cours (en %)	rendement
Banque	– 4,03	2,28	– 5,73	2,66	– 2,66	2,75	– 4,39	2,97
Assurance	– 5,51	1,06	– 6,32	1,12	1,68	0,86	– 2,94	1,15
Finance	2,00	1,49	– 1,33	1,51	2,48	1,50	– 0,06	1,54
Industrie	4,02	1,22	– 0,42	1,29	3,02	1,23	3,47	1,28

Toutefois, suite aux communications de mi-février quant aux répartitions des bénéfices des trois grandes banques de notre pays (UBS, CS, SBS), on a encore une fois pu constater l'intérêt que portent les actionnaires et les observateurs des marchés financiers au bénéfice distribué.

Il est extrêmement intéressant de remarquer que les décisions de la SBS et du CS de ne pas faire participer leur actionnariat aux augmentations de bénéfices a contribué à une fuite de fonds hors des valeurs bancaires (cf. fig. 2).

Evolution boursière de février 87 à mai 87 (bourse de Zurich) (fig. 2)

	30.12.86	30.1.87	17.2	20.2	24.2	3.3	14.4	6.5	19.5	Evolution 31.12.86 19.5.87
Indice SBS										
général	677,6	655,7	644,5	635,2	619,6	619,1	625	623,2	617,7	– 8,8%
assurance	872,4	820,3	808,1	793,7	710,9	754,3	767,3	770,6	763,5	– 12,5%
banque	1079,5	1031,3	1005,3	983,4	950,8	932,4	905,2	886,4	865,6	– 19,8%
UBS										
p.	6000	5725	5570	5475	5325	5220	5025	4690	4450	– 25,8%
n.	1130	1085	1075	1050	1040	1025	980	880	860	– 23,9%
b.p.	230	216	212	207	200	203	196	178	173	– 24,8%
SBS										
p.	562	522	507	496	469	463	446	435	432	– 23,2%
n.	444	431	419	412	398	388	372	368	362	– 18,5%
b.p.	480	440	434	424	412	404	388	374	387	– 19,4%
CS										
p. + b.p.	3800	3660	3560	3400	3300	3170	3140	3080	3000	– 21,1%
n. + b.p.	698	660	675	650	645	620	590	585	580	– 16,9%

p. = action au porteur
n. = action nominative
b.p. = bon de participation

Il serait toutefois présomptueux d'attribuer seul au dividende les mauvaises performances boursières de nos trois grandes banques, sans considérer d'autres facteurs tels que:

- l'endettement des pays latino-américains;
- la chute du dollar;
- une possible reprise de l'inflation;
- une concurrence toujours plus vive entre les banques sur la place financière suisse et dans le monde;
- des perspectives bénéficiaires moindres qu'en 1986 en ce qui concerne le marché des émissions.

Cependant, si de prime abord on ne peut voir dans le dividende l'unique cause de la baisse, on ne peut nier son effet de déclencheur. Ainsi, à la suite d'une étude de recherches financières de la Banque Vontobel à Zurich, les analystes financiers et le monde boursier s'attendaient à des augmentations de dividende des trois grandes banques[1]. Le non-respect de ces attentes a-t-il directement provoqué la chute des cours des valeurs bancaires ou a-t-il, par un effet informatif, anticipé une évolution des capacités bénéficiaires futures peu encourageante? Au travers de ce travail, nous allons essayer de démystifier l'effet du dividende.

2. LA CONTROVERSE DU DIVIDENDE

Plus de vingt-cinq ans après la parution de l'article de F. Modigliani et M. Miller[2] remettant en question l'interdépendance entre l'évaluation d'une action et le dividende versé à son détenteur, la controverse de la neutralité du dividende n'est toujours pas résolue.

Le problème garde cependant toute son actualité intéressant non seulement les sociétés désireuses d'établir une politique de dividendes, mais également les investisseurs gérant des portefeuilles de titres ou encore les économistes cherchant à comprendre le fonctionnement du marché des capitaux.

Si dans les années précédant le fameux article susmentionné on voyait une relation étroite entre une augmentation du dividende et un accroissement de la richesse des actionnaires, depuis lors les points de vue ne sont plus aussi unanimes. On peut clairement distinguer les trois positions ressortant de plus de cinquante ans d'étude.

2.1. La thèse de la neutralité du dividende

Développée par F. Modigliani et M. Miller et soutenue par d'autres auteurs tels F. Black et M. Scholes[3], cette thèse n'accorde aucune influence au dividende dans la valorisation du titre qu'il rémunère.

---

[1] Voir la discussion dans la presse spécialisée (Finanz und Wirtschaft 21 février 1987 n° 14, Neue Zürcher Zeitung 21/22 février 1987 n° 43, chroniques financières de différents quotidiens).

[2] F. Modigliani and M. H. Miller: Dividend policy, growth and the valuation of shares, Journal of Business, octobre 1961, n° 4, pp. 411-433.

[3] F. Black and M. Scholes: The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns, Journal of Financial Economics, mai 1974, pp. 1-22.

Ainsi, selon Modigliani et Miller, la valeur d'une entreprise est uniquement déterminée par la capacité bénéficiaire de ses actifs ou par sa politique d'investissement dans un environnement caractérisé par:

- *Un marché financier parfait.* Dans ce type de marché, aucun acheteur ou vendeur n'est assez puissant pour influencer par ses transactions le prix des titres; aucun courtage, frais ou taxe quelconque ne sont prélevés sur les transactions; chaque investisseur a accès de manière identique à toute information sur les sociétés traitées sur le marché financier et enfin aucune différence d'imposition n'existe entre les dividendes et les gains en capital.

- *Des investisseurs rationnels.* Cela signifie qu'ils préfèrent toujours plus de richesse à moins, peu importe la forme que prend cette richesse: dividendes ou gains en capital.

- *L'absence d'incertitude.* Chaque investisseur a une connaissance exacte des événements futurs, en particulier ceux ayant trait aux bénéfices, aux cash flows, aux dividendes, aux cours de bourse et aux investissements de l'entreprise dans le futur.

Dès lors, pour les partisans de la neutralité du dividende, toute modification dans le montant des dividendes est systématiquement compensée par un ajustement identique de la valeur des titres. Un marché parfait permet en tout temps à l'entreprise de se procurer des fonds sans engendrer de nouveaux coûts. En cas de distribution de bénéfices, les fonds supplémentaires aux bénéfices retenus nécessaires aux investissements peuvent être obtenus par émission de nouveaux titres ou par recours à des fonds étrangers. Cette dernière solution aurait pour effet de modifier la structure du capital.

Dans ce contexte, le dividende est une variable secondaire dépendant de la variable principale qu'est le montant des investissements, le montant du bénéfice distribué étant connu une fois que les bénéfices nécessaires aux investissements ont été déterminés.

2.2. **Le dividende influence positivement le cours boursier**

Ce point de vue, qui a fait longtemps l'unanimité, a été débattu de multiples fois. On peut citer Graham et Dodd[4] dans un premier temps et M. J. Gordon[5] comme les plus fervents supporters. Selon ce dernier, l'*incertitude* régnant sur le marché financier est l'imperfection fondamentale motivant l'investisseur à préférer les dividendes aux gains en capital.

---

[4] B. Graham and D. L. Dodd: Security analysis, principles and technique, McGraw-Hill, N.Y., 4e édition, 1962, p. 485.

[5] M. J. Gordon: The savings, investment and valuation of a corporation, Review of Economics and Statistics, févr. 1962, pp. 37-51.

Cette incertitude sur ce que l'avenir réserve à chaque entreprise nous amène à considérer les critères ci-dessous donnant tous préférence à une distribution généreuse des bénéfices.

- *Le rendement des capitaux réinvestis.* Les bénéfices futurs et la politique d'investissement de l'entreprise sont la plupart du temps des données inconnues de l'actionnaire. Par contre, les dividendes sont des bénéfices acquis et non plus à acquérir comme les bénéfices futurs générés grâce aux bénéfices retenus. Ainsi, l'incertain quant à la capacité bénéficiaire future de l'entreprise, pousserait l'investisseur à préférer les dividendes aux gains en capital. Selon M. J. Gordon, les actionnaires escompteraient les dividendes lointains à un taux plus élevé que ceux qu'ils s'attendent à recevoir dans un avenir proche. En d'autres termes, en fonction de l'aversion du risque de l'investisseur, celui-ci appliquerait un taux de capitalisation aux dividendes plus ou moins inférieur à celui appliqué aux bénéfices retenus.
- *La volatilité du marché boursier.* Cette résultante d'un marché financier imparfait prêcherait en faveur d'une préférence des investisseurs pour les dividendes. En effet, ceux-ci désireux de se procurer des liquidités veulent éviter de devoir vendre des titres à un cours défavorable. Ainsi plus un titre est volatile, plus le risque est grand de réaliser une transaction à une mauvaise période.
- *La préférence pour la liquidité.* On peut également mentionner qu'un accès non aisé aux divers moyens de financement s'applique non seulement à l'entreprise, mais également à ses actionnaires. Ainsi, pour ces derniers, le dividende peut être une source appréciable et unique pour se procurer des liquidités en évitant le besoin et le risque de réaliser des titres à un moment inopportun.
- *L'amortissement de l'investissement.* Compte tenu des incertitudes sur l'évolution d'une société et du prix de ses titres, l'actionnaire est préoccupé par un amortissement aussi rapide que possible de son investissement. Cet objectif délibérément recherché ferait préférer à l'investisseur les dividendes immédiats aux dividendes futurs, ce qui revient à escompter les dividendes lointains à un taux plus élevé.

Outre l'incertitude, *la présence de frais de courtage et d'impôt sur chaque transaction* ne favorise pas la thèse défendue par Modigliani et Miller. En effet, ceux-ci supposent que l'actionnaire gère lui-même ses dividendes en fonction de ses besoins en liquidités. Ainsi, un actionnaire jugeant le taux de distribution des bénéfices trop élevé, achètera des titres avec le surplus. A l'inverse, un actionnaire recherchant plus de liquidités que le montant distribué vendra une partie de ses titres. Cependant les ponctions effectuées par des tiers (banques, fisc, intermédiaires divers) rendent ces ajustements onéreux, particulièrement pour les transactions de faibles quantités.

2.3. Le dividende influence négativement le cours de bourse

A l'inverse de la position précédente, certains auteurs[6] soutiennent qu'une augmentation du payout ratio n'entraîne non pas un accroissement de la valeur des titres concernés,

[6] R. Higgins: The Corporate Dividend-Saving Decision, Journal of Financial and Quantitative Analysis, mars 1972, p. 1527.

mais une baisse de ceux-ci. Ce phénomène est dû à une autre imperfection du marché financier qui est la différence d'imposition entre les dividendes et les gains en capital[7]. Ainsi, plus la différence entre le taux d'imposition des dividendes et le taux d'imposition des gains en capital est grande, plus l'actionnaire recherche un faible taux de distribution des bénéfices.

Si cette imperfection peut être importante pour des personnes soumises à des taux élevés d'imposition sur le revenu, pour d'autres investisseurs, tels que les fonds de pension, ce critère peut s'avérer négligeable. En effet, dans la plupart des pays, ce type d'actionnaires n'est pas redevable d'impôt sur le revenu. Quant aux assurances et aux autres entreprises détentrices d'un portefeuille de titres, les dividendes comme les gains en capital sont imposables comme revenu.

2.4. **Quelques remarques sur ces trois positions**

L'observation de la réalité helvétique nous incite à penser que si une réduction des bénéfices distribués avait comme effet une augmentation plus que proportionnelle des cours de bourse, les sociétés cotées auraient déjà pratiqué cette politique depuis longtemps.

Dans notre pays où les sociétés sont souvent avares d'information amplifiant ainsi l'incertitude, donc le risque, la distribution régulière et croissante de dividendes est un signe de bonne santé très apprécié des investisseurs. Ce signe permet en outre de distinger les entreprises profitables des canards boiteux[8]. Le versement d'un dividende s'insère dans un environnement où le manque d'informations est particulièrement caractéristique quant aux perspectives futures des sociétés. Ces perspectives portent notamment sur les investissements décidés et leur taux de rendement, donc influençant directement la capacité bénéficiaire future. Trop rares sont malheureusement les sociétés qui donnent des indications sur leurs budgets prévisionnels et sur leur rentabilité réelle.

Dans l'hypothèse où le dividende influence la valeur du titre, alors il existe un niveau optimal de dividende qui doit maximiser cette valeur. Dans le cas contraire, la politique de dividendes n'a pas d'incidence sur la valeur de l'action.

Aucun des trois points de vue ne fait référence à la distinction entre valeur boursière et valeur substantielle des sociétés. Le tableau ci-dessous (cf. fig. 3) montre que ces deux valeurs ne sont pas identiques et qu'elles n'évoluent pas dans le même sens. Ainsi, on ne peut pas garantir qu'un non-versement de dividendes sera compensé par une augmentation de la valeur boursière. En revanche, il est incontestable que la valeur substantielle reflétera la rétention des bénéfices.

---

[7] Dans notre pays, seuls les cantons de Bâle-Ville, de Bâle-Campagne et du Jura prélèvent un impôt sur les gains en capital.

[8] « A firm which reports good earnings and pays a generous dividend is putting its money where its mouth is ». R. Brealey et S. Myers: Principles of Corporate Finance, 2e édition, McGraw-Hill, 1984, p. 342.

Evolution de la valeur boursière et de la valeur substantielle de Ciba-Geigy de 1982 à 1986
(en mio) (fig. 3)

	1982	1983	1984	1985	1986
Valeur boursière	4 845	7 599	7 988	14 400	11 492
Valeur substantielle	11 537	12 071	13 921	13 978	14 401[9]

Ciba-Geigy n'a procédé à aucune augmentation de capital social depuis 1980. Ainsi l'évolution de la valeur substantielle ne reflète que les bénéfices retenus et la plus-value due à l'inflation puisque, pour l'établissement de son bilan consolidé, Ciba-Geigy réévalue ses immobilisations et ses stocks au coût actuel, diminués des pertes dues aux différences de change.

Etant donné que la richesse de l'actionnaire est matérialisée par la valeur boursière et non par la valeur substantielle, on constate que la valeur boursière de Ciba-Geigy ne reflète pas nécessairement la rétention des bénéfices et les autres plus-values.

3. LES ÉTUDES EMPIRIQUES SUR LE RAPPORT ENTRE LE DIVIDENDE ET LA CAPITALISATION BOURSIÈRE

Malgré les biais dus aux différences dans la méthodologie suivie, les études sur le terrain sont un complément indispensable aux recherches théoriques. Sans vouloir faire le tour de tous les travaux entrepris, il nous a semblé intéressant de commenter quelques apports afin d'illustrer toute la controverse du dividende.

3.1. Les travaux suisses

Au niveau suisse, peu d'articles de fond se sont préoccupés de la relation dividende/cours de bourse. On peut toutefois citer un article publié dans la revue mensuelle de la SBS[10] dans lequel l'auteur constate qu'il existe une relation étroite entre l'évolution des dividendes et l'évolution des cours boursiers pour des sous-groupes de sociétés appartenant au même secteur d'activité. Sur la base des sous-groupes où les différences d'évolution étaient extrêmes, l'auteur précise, que si une correction dans le sens d'une augmentation du

[9] La variation des fonds propres 1985/1986 se ventile comme suit:

Situation nette au 1er janvier 1986	13 978
+ bénéfice annuel	1 161
	15 139
– dividendes	200
	14 939
+ réévaluation des stocks et des immobilisations corporelles à la valeur du jour	412
	15 351
– différences d'évaluation dues aux modifications des parités de change	950
	14 401

[10] SBS: La politique de dividende des sociétés anonymes suisses, Le Mois, mai et juin 1978.

bénéfice distribué répondant aux espérances des investisseurs n'intervient pas à plus ou moins long terme, une réduction de la valeur boursière des titres concernés se manifestera, corrigeant ainsi ces différences. Ces quelques lignes démontrent l'opinion de l'auteur sur la relation dividende/cours de bourse, au niveau d'un secteur d'activité.

Une thèse sur la décision du dividende en Suisse[11] s'est également préoccupée de l'influence du dividende sur la valeur boursière et a mis en évidence des résultats des plus disparates d'une société à une autre. Toutefois, l'étude empirique effectuée ne permet pas à l'auteur ni d'affirmer ni d'infirmer l'importance du dividende dans la formation du cours et laisse à l'investisseur le soin d'étudier cas après cas, sans imposer une loi générale.

3.2. Les travaux français

En France, on trouve également quelques articles consacrés uniquement à ce sujet, où les avis sont comme partout ailleurs des plus controversés. Dans une revue d'analyse financière, quatre auteurs ont effectué des études empiriques sur le marché financier français. Leurs résultats sont également des plus controversés.

En 1974, J. Peyrard[12] arrivait à la conclusion que pour une grande majorité des sociétés (72%) il n'existe pas de corrélation significative entre dividendes et cours boursiers, ce qui renforcerait la thèse de la neutralité des dividendes. Quant aux sociétés ayant une corrélation assez élevée, elles se caractériseraient par une distribution de dividendes constamment croissants pendant la période étudiée (1964-1971).

J. Sigalla[13] en 1977 parvient à des résultats opposés à ceux de J. Peyrard. Ses travaux entrepris sur différentes périodes portent sur les couples «variation des cours/taux de croissance des dividendes» et «revenus annuels de portefeuilles/taux d'actualisation apparent». Basé sur 155 actions cotées à termes en bourse de Paris, il obtient pour des périodes de 2 mois à 5 ans des résultats extraordinairement surprenants. Le tableau ci-dessous (cf. fig. 4) fournit les divers taux de corrélation par action et par portefeuille. Il faut préciser que les 155 titres ont été regroupés par portefeuille (10 groupes de 15 ou 16 titres) selon leur taux d'actualisation apparent ([dividende 1971/cours au 1er juin 1971] + croissance du dividende de 1971 à 1976). Le taux d'actualisation apparent peut être considéré comme le rendement attendu par les actionnaires.

Corrélation des variations de cours, avec les taux de croissance des dividendes (fig. 4)

	2 mois	1 an	2 ans	5 ans
Corrélation simple:				
— Par action	0,14	0,35	0,55	0,68
— Par portefeuille (décile)	0,49	0,90	0,94	0,94

[11] M. Vieli: La décision du dividende en Suisse, Institut des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg, 1984.

[12] J. Peyrard: Dividendes et cours boursiers, Analyse financière, 4e trimestre 1974, pp. 97-110.

[13] J. Sigalla: Les dividendes: une explication de la variation du cours des actions, Analyse financière, 3e trimestre 1977, pp. 5-16.

A la lecture de ce tableau, on peut remarquer les différences selon que l'on considère une action ou un portefeuille de titres. Les meilleurs résultats obtenus pour le portefeuille seraient-ils dus à un effet compensatoire entre les titres?

De l'avis de J. Sigalla, la prescience éventuelle des dividendes permettrait de constituer des portefeuilles à performance bien meilleure que l'indice ou des portefeuilles à performance moins bonne.

H. Chenut[14] en 1979 procède de la même manière que J. Sigalla, mais sur un échantillon plus restreint de 48 actions. Il rassemble également les titres par groupe (6 groupes de 8 valeurs) mais non pas selon le taux d'actualisation apparent, mais selon le taux d'augmentation du dividende décroissant. Sans pour autant calculer des taux de corrélation entre l'évolution du cours de bourse et la croissance des dividendes, il constate que sur une période de 4 ans (1974-1978) comme sur une période de 2 ans (1977-1979), plus le taux d'augmentation du dividende est élevé, plus forte sera l'évolution des cours (cf. fig. 5). Ainsi, celui qui aurait pu prévoir l'évolution des dividendes aurait obtenu des performances boursières relatives remarquables sur une période longue comme à court terme.

Evolution des dividendes et des cours de bourse par groupe
(fig. 5)

	1974-1978		1977-1979	
	▽ des Dividendes	▽ cours de bourse	▽ des Dividendes	▽ cours de bourse
1er groupe de 8 valeurs	+ 42%	+ 58%	+ 143%	+ 158%
2e groupe de 8 valeurs	+ 21%	+ 16%	+ 63%	+ 130%
3e groupe de 8 valeurs	+ 15%	+ 15%	+ 35%	+ 103%
4e groupe de 8 valeurs	+ 12%	+ 13%	+ 28%	+ 53%
5e groupe de 8 valeurs	+ 9%	+ 9%	+ 19%	+ 71%
6e groupe de 8 valeurs	+ 3%	+ 7%	+ 9%	+ 39%

M. Albouy[15] rédige en 1981 un article contredisant les conclusions des deux auteurs précédents. En se basant sur les données de H. Chenut, il obtient des résultats très différents par la remise en question du regroupement arbitraire opéré par J. Sigalla et H. Chenut. Par l'utilisation d'une méthode plus scientifique de constitution des groupes, la percolation[16], il constate que sur la période longue (1974-1978) les sociétés ayant des taux de croissance très élevés (supérieurs ou égaux à 30%) ont enregistré des taux de plus-values importants mais cependant très variables et que, à l'opposé, les sociétés ayant eu une croissance très faible

[14] H. Chenut: La prévision boursière sur le marché de Paris, à l'épreuve de la crise, Analyse financière, 4e trimestre 1979, pp. 70-76.

[15] M. Albouy: Prévision de dividendes et performances boursières: une approche par la percolation, Analyse financière, 2e trimestre 1981, p. 69-75.

[16] La percolation est une méthode d'analyse typologique qui permet d'identifier pour autant qu'il existe des groupes au sein d'une population, sans les définir a priori. R. Trémolières: Le programme percolation et les réseaux linéaires, papier de recherche de l'I.A.E. d'Aix-en-Provence, no 163, juin 1979.

voire négative des dividendes (inférieure à 4%) ont eu des performances boursières médiocres. Par contre, à l'intérieur d'une tranche assez large (de 4% à 28% de croissance des dividendes) représentant 75% des observations, il s'avère impossible de prévoir l'évolution des cours de manière fiable sur la seule base des dividendes. Quant à la période courte, il s'avère que le groupe dont le taux de croissance des dividendes est le plus élevé (85%) ne correspond pas à la plus forte plus-value (76% contre 98% à un groupe dont le taux de croissance des dividendes est seulement de 25%). M. Albouy calcule également les taux de corrélation de l'ensemble des 48 valeurs pour la période longue et courte et constate à première vue un lien entre l'évolution des cours et l'évolution des dividendes. Toutefois ce lien est remis en question lorsque quelques valeurs extrêmes (une pour la période longue et deux pour la période courte) sont sorties de l'échantillon. Selon lui, ces quelques valeurs fabriqueraient ainsi la relation entre les dividendes et les cours. M. Albouy tire la conclusion que la prévision des dividendes n'est pas un outil suffisamment puissant pour obtenir de bonnes performances boursières.

4. L'ÉTUDE EMPIRIQUE

Sans avoir la prétention d'apporter une réponse irrévocable sur l'influence du dividende à la formation du cours de bourse, il nous est apparu intéressant d'effectuer une petite étude empirique au niveau suisse afin de mieux cerner l'importance de la distribution du bénéfice sur le cours de nos valeurs cotées en bourse. Notre motivation de ne pas tenir compte des sociétés non cotées, se justifie par le fait que la politique des dividendes adoptée par ce type de sociétés répond à des objectifs particuliers, fonctions souvent, de la rémunération des dirigeants, par exemple dans les sociétés familiales où les actionnaires sont également dirigeants de la société.

Dans un premier temps, pour l'analyse globale et l'analyse par secteur d'activité, nous nous sommes basés sur un échantillon proposé par le guide des actions de l'UBS qui consolide chaque année l'évolution relative des cours de bourses et des dividendes lors des dix dernières années.

Ainsi nous avons retenu les chiffres de 61 sociétés présentes sur le marché boursier de 1972 à 1982 et de 1975 à 1985. Le choix d'étudier deux périodes de dix ans est motivé par le désir de ne pas tirer de conclusions trop hâtives dans un sens comme dans un autre qui seraient faussées par le choix d'une période donnée. En effet, on a pu voir des études faites sur la période 1972 à 1981 débutant ainsi avant le choc pétrolier de 1973 dans une situation conjoncturelle des plus florissantes, mais se terminant en pleine récession marquée par la période de crise industrielle en Suisse et en Europe. De tels événements peuvent provoquer un biais important dans toute étude.

Pour l'analyse par sociétés, nous avons trouvé les données dans les rapports annuels publiés et dans «Finanz und Wirtschaft» pour les cours de bourse.

4.1. L'analyse globale

Les taux de corrélation entre l'accroissement des dividendes et l'accroissement des cours de bourse de nos 61 valeurs sont les suivants:

1972-1982	0,6220
1975-1985	0,4114

En prenant le niveau de signification le plus restrictif (0,001)[17], une forte relation est constatée dès l'instant où le coefficient de corrélation est supérieur à 0,40501.

Ainsi à première vue, on peut affirmer qu'il existe un lien entre le dividende et le cours de bourse pour les deux périodes étudiées. La différence entre les deux chiffres peut s'expliquer par une plus forte chute des cours que des dividendes de 1974 à 1975, les capitalisations boursières de plusieurs sociétés atteignant des niveaux extrêmement bas. Tandis que la période 1972 à 1982 amortit le grand trou de 1974-1975.

4.2. L'analyse par secteur d'activité

Afin de caractériser plus précisément ce lien apparent, on a calculé des coefficients de corrélation par secteur d'activité (cf. fig. 6). Seuls 6 secteurs, parmi les 19 secteurs qui se répartissent les 61 sociétés, possèdent un nombre d'observations suffisant à la corrélation (nombre d'observations supérieur à 4).

Coefficient de correlation par secteur d'activité (fig. 6)

	72-82	75-85	Niveau de signification 0,05	0,001
Banques	0,7132	0,7614	0,7067	0,9249
Assurances	0,9395	0,6554	0,6021	0,8471
Commerce de détail	0,8178	0,3080	0,8114	0,9740
Industrie mécanique	0,8062	0,5150	0,5760	0,8233
Electronique/Electrotechnique	0,8784	0,8470	0,8114	0,9740
Production et distribution d'énergie	0,9344	0,9740	0,7545	0,9507

Le nombre d'observations étant différent d'un secteur à l'autre, le coefficient de corrélation obtenu doit être interprété en correspondance avec une plage de valeurs dépendant du niveau de signification et du nombre d'observations.

A l'étude de ce tableau, on peut constater que, mis à part le secteur de la production et de la distribution d'énergie, le lien entre le dividende et le cours de bourse est moins significatif que lors de l'analyse globale. Les résultats de ce secteur peuvent s'expliquer par le fait que celui-ci n'a pas souffert du choc pétrolier, mais en a plutôt tiré des avantages. Le secteur des assurances pour la période 1972-1982 obtient un coefficient de corrélation élevé, mais ne confirme pas ce résultat de 1975 à 1985.

Toutefois, les coefficients de corrélation sont suffisamment significatifs pour déceler une relation entre le dividende et le cours de bourse.

[17] Le niveau de signification permet de maîtriser le risque d'erreur d'interprétation. Plus le niveau de signification est bas, plus le risque est faible.

A ce stade de notre étude, on peut affirmer sans être dans l'absolu que le cours de bourse et le dividende évoluent sur une longue période de façon assez similaire. Cependant, sans avoir le désir de refaire une étude empirique basée sur la régression multiple telle que l'ont pratiquée plusieurs auteurs américains, mettant en jeu plusieurs variables susceptibles d'expliquer le cours de bourse, il nous a semblé intéressant pour quelques sociétés suisses de calculer les coefficients de corrélation entre les couples suivants:

- cash flow total – capitalisation boursière
- bénéfice net total – capitalisation boursière
- dividendes totaux versés – capitalisation boursière

Ces calculs doivent nous aider à mieux cerner l'influence du dividende et d'éventuellement découvrir une variable plus explicative.

4.3. L'analyse par société

Pour effectuer ces nouveaux calculs de corrélation, nous avons pris les sociétés qui fournissent des données comparables depuis quinze ans. Malheureusement, nous n'avons pu en retenir que 19.

Afin d'éliminer un effet qui serait dû au choix de la période étudiée, nous avons décidé de considérer la période s'étalant de 1972 à 1985. Toutefois, pour quelques sociétés, nous avons dû restreindre la période d'étude; des données comparables n'étant pas à notre disposition (cf. Annexe 1).

Les résultats obtenus aux annexes 1 et 2 ont été consolidés dans les tableaux ci-dessous (cf. fig. 7 et 8). Nous avons procédé au regroupement suivant:

- *hautement significatif:* coefficient de corrélation de la société X > coefficient de corrélation calculé au niveau de signification 0,001;
- *significatif:* coefficient de corrélation calculé au niveau de signification 0,001 > coefficient de corrélation de la société X > coefficient de corrélation calculé au niveau de signification 0,05;
- *pas significatif:* coefficient de corrélation calculé au niveau de signification 0,05 > coefficient de corrélation de la société X.

Analyse des coefficients de corrélation (fig. 7)

	Cash flow	Bénéfice	Dividende
Hautement significatif	11	9	11
Significatif	8	6	6
Pas significatif	1	5	3

A la lecture de ce tableau (cf. fig. 7), on peut faire deux constatations:

1) Le cash flow sur l'ensemble est la variable la plus significative, puisqu'à une seule reprise elle témoigne d'une mauvaise corrélation avec la capitalisation boursière.

2) Il se confirme que le bénéfice net, en Suisse, est une donnée manipulée qui n'a de sens pour personne, sauf dans les cas où la société montre à travers cette donnée une image sincère de sa situation bénéficiaire (par exemple: Ciba-Geigy, Landis & Gyr, Mövenpick, Intersport, Elco-Looser).

Nous avons procédé à un décalage des données et mis en relation le cours de bourse de l'année t avec le cash flow, le bénéfice et le dividende de l'année t-l (cf. Annexe 2). Ceci dans le but de mesurer l'effet informatif du dividende.

Analyse des coefficients de corrélation (fig. 8)
(avec décalage d'une année de la capitalisation boursière)

	Cash flow	Bénéfice	Dividende
Hautement significatif	10	7	8
Significatif	5	4	7
Pas significatif	5	9	5

Le tableau ci-dessus (cf. fig. 8) confirmerait nos précédentes conclusions tout en nous indiquant que les données passées influencent moins le cours de bourse que les données présentes. On peut toutefois souligner que la variable la plus en évidence est le cash flow, ce qui pousserait à dire que les investisseurs considéreraient avant tout cette variable. Quant au bénéfice net, le peu de crédibilité qu'il a au présent s'estompe très rapidement avec le temps.

4.4. Quelques commentaires sur l'étude empirique

Malgré les bons résultats d'ensemble obtenus pour le couple dividende/cours de bourse, nous ne pouvons pas conclure cette étude par une loi générale affirmant que le dividende explique le cours de bourse. On a vu que le cash flow, qui reflète mieux la santé des entreprises suisses que le bénéfice, vu la pratique de constituer des réserves latentes par amortissements excessifs, obtient des résultats tout aussi honorables sinon meilleurs.

Notre étude tendrait plutôt à confirmer notre opinion selon laquelle le dividende influence le cours de bourse par l'information qu'il transmet et non pas par sa densité monétaire. A notre avis, les investisseurs ne peuvent pas recourir uniquement au «discounted cash flow» pour évaluer la valeur d'un titre, celui-ci ne reflétant pas non plus d'une façon absolument sincère la capacité bénéficiaire de l'entreprise. Pour cette raison, ils jaugent également le dividende afin d'en retirer une quelconque information sur les bénéfices réels actuels et futurs de la société.

Ce rôle de vecteur d'information pourrait expliquer la place que tient le dividende dans les pages financières de nos quotidiens ou hebdomadaires. On sait que le public, et surtout l'investisseur professionnel, doit digérer beaucoup d'informations et doit constamment la réduire à quelques points critiques permettant de prendre une décision d'investir dans une valeur plutôt que dans une autre.

5. LES ENSEIGNEMENTS À TIRER

On peut tirer plusieurs enseignements aussi bien des approches théoriques que pratiques de la politique des dividendes.

Tout d'abord, le marché financier helvétique est loin d'être un marché financier parfait. Des imperfections telles que: différence d'imposition entre les dividendes et les gains en capital, incertitude, accès non équivalent aux diverses sources de financement, frais et taxes sur les transactions financières, non-uniformité de l'imposition des actionnaires, sont là pour en témoigner.

Par conséquent, ces imperfections ne permettent pas de considérer la formation du cours comme un processus déterministe et fonction uniquement de la capacité bénéficiaire future des sociétés et de leur politique d'investissement. Une imperfection telle que l'incertitude du marché financier créée par de nombreux facteurs propres aux sociétés (investissements, fortes proportions des ventes exportées, recherche et développement, accès au marché des capitaux...) ou liés à leur environnement (inflation, taux d'intérêt, conjoncture, impôts...) peut favoriser la distribution des bénéfices au détriment de leur rétention ou vice versa (pousser l'actionnaire à préférer le dividende au gain en capital).

De plus, en présence de telles imperfections, la compensation systématique d'un non-versement de bénéfices par une augmentation proportionnelle des cours ne peut être garantie.

La politique de dividendes peut également différer en fonction du degré de dispersion du capital social dans le public et selon que la société se trouve dans une phase de croissance rapide ou à maturité.

Nous avons vu que le dividende pouvait influencer les cours de bourse par l'information qu'il apporte. Ainsi, une augmentation du dividende sera interprétée comme une amélioration future des bénéfices et agirait favorablement sur le cours. Cette hypothèse peut toutefois comporter des revers si une société, dont les opportunités d'investissement lui font préférer une stagnation du dividende pour financer sa croissance, n'informe pas clairement ses actionnaires sur sa politique d'investissement et ses rendements espérés. En cas de mauvaise information, le risque existe de voir ses cours de bourse stagner ou s'effriter.

5.1. Les considérations de l'actionnaire

Les objectifs des actionnaires peuvent différer selon la catégorie à laquelle ils appartiennent. Ainsi, on peut distinguer:

- *«L'investisseur-trader»*. Ce type d'investisseur travaille au jour le jour et recherche avant tout les gains en capital. Son objectif est d'acheter pour revendre, donc le dividende est d'une importance secondaire.

- *«L'investisseur-placeur».* Ce type d'investisseur achète des titres pour placer de l'argent. Le dividende est important à ses yeux, car il représente une partie de la rémunération de son placement, permettant d'amortir son investissement[18]. Bien sûr, «l'investisseur-placeur» peut réaliser des opérations à court, moyen et long terme.

L'activité économique des investisseurs ainsi que leur imposition déterminent également plusieurs catégories dont les attentes en matière de dividendes peuvent différer:

- *L'investisseur individuel* sujet à l'impôt sur les dividendes et non sur le gain en capital ou dans une plus faible mesure. Ce type d'investisseur a tout intérêt à percevoir son rendement sous forme de gains en capital.
- *L'investisseur institutionnel à but non lucratif,* tel une caisse de pension ou un fonds de prévoyance, qui n'est sujet ni à l'impôt sur les dividendes ni sur les gains en capital, préférera percevoir son rendement sous forme de dividendes en raison de l'incertitude.
- *L'investisseur institutionnel à but lucratif,* telles une assurance, une banque, une société de placement voire une entreprise industrielle, est sujet à l'impôt sur les dividendes perçus, comme sur les gains en capital réalisés considérés tous deux comme des revenus. Ce type d'investisseur est a priori indifférent à ces deux types de rémunération, néanmoins l'incertitude liée aux gains en capital lui fera préférer les dividendes.

Le degré de préférence pour la liquidité peut également être différent selon que l'on est un fonds de prévoyance ou un investisseur individuel. Une caisse de retraite qui distribue des rentes doit se procurer le fonds de roulement nécessaire. Les dividendes perçus sur les placements permettent ainsi de financer ce besoin en liquidités.

Tous les éléments pris en considération ci-dessus peuvent s'annuler selon certains auteurs[19] par ce qu'on appelle «l'effet clientèle». Cet effet tend à prouver que la nature des actionnaires n'est pas indépendante des politiques suivies par l'entreprise. En d'autres termes, à une politique de dividendes correspond un type d'actionnaires. Ainsi les actionnaires qui pour une raison ou pour une autre ont une préférence pour une large distribution du bénéfice et par conséquent un rendement sur la base du dividende élevé, se dirigeront vers les sociétés qui ont un ratio de distribution correspondant à leurs attentes et vice versa. Cependant, un tel comportement est possible à condition que les sociétés suivent délibérément une politique de distribution à long terme et si les investisseurs ont connaissance de ces politiques.

Cette théorie pourrait expliquer en partie la fuite de fonds hors des valeurs bancaires vers d'autres titres ou d'autres types de financement assurant un rendement sur la base du dividende supérieur. Le tableau ci-dessous (cf. fig. 9) montre, pour nos trois grandes banques, l'évolution de ces rendements de 1981 à 1986 sur la base des cours extrêmes ajustés.

---

[18] D. Catteaux : 20 milliards de dividendes. Faut-il préférer les plus-values ? La vie française, 28 juillet au 3 août 1986, pp. 20-25.

[19] A. Wood : A theory of profits, Cambridge University Press, Cambridge 1975, pp. 49-50 ; P. Conso : La gestion financière, Dunod, 6e édition, Paris 1981, p. 522.

Evolution des taux de rendement sur la base des cours extrêmes et du dividende ajustés des trois grandes banques suisses (fig. 9)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
CS						
Cours	1757-2516	1486-1912	1825-2236	1975-2323	2255-3582	3388-3900
Dividende	74.96	79.86	90.99	96.80	102.61	107.—
Rendement (en %)	4.27-2.98	5.37-4.18	4.99-4.07	4.90-4.16	4.56-2.86	3.16-2.74
UBS						
Cours	2295-2874	2274-2800	2672-3195	2871-3332	3269-5044	4359-5835
Dividende	83.14	84.84	97.62	105.01	114.97	114.97*
Rendement (en %)	3.62-2.89	3.73-3.03	3.65-3.06	3.66-3.15	3.52-2.28	2.64-1.97

* non inclus bonus de jubilé nominal Fr. 40.–, ajusté Fr.38.32

SBS						
Cours	255-322	229-287	269-297	286-339	332-556	488-598
Dividende	8.65	8.92	9.81	11.15	12.53	13
Rendement (en %)	3.39-2.69	3.90-3.11	3.65-3.30	3.90-3.29	3.77-2.25	2.66-2.17

Le phénomène habituel est qui en période de hausse des cours de bourse, les investisseurs se préoccupent moins des rendements procurés par les dividendes, malgré la baisse de ces rendements. La baisse des cours depuis le début de l'année a-t-elle refocalisé l'attention des investisseurs sur le dividende? Si la réponse est affirmative, la non-préservation des taux de rendement antérieurs peut également expliquer le désintérêt témoigné par les investisseurs pour les valeurs bancaires.

5.2. Les considérations des dirigeants

Outre les considérations de l'actionnaire, il faut également étudier la situation des dirigeants de l'entreprise qui sont également confrontés à l'incertitude. Cette incertitude porte sur l'élément moteur pour l'avenir de chaque entreprise que sont ses investissements et les profits qui en découleront. Ceux-ci peuvent être de plusieurs natures et comporter un risque plus ou moins élevé:

- *Les investissements de remplacement.* Ce type d'investissement peut être aisément planifié. Son taux de rentabilité est une donnée également facilement calculable.

- *Les investissements internes de croissance.* Si pour de tels investissements (exemples: mise en place d'une unité de fabrication, développement d'un nouveau produit) on peut sans trop de problèmes déterminer les sommes à investir, les rendements sont par contre plus aléatoires.
- *Les investissements externes de croissance.* Ce type d'investissement (exemple: rachat d'une société) est généralement imprévisible dans le temps. Par contre, le montant et le rendement peuvent assez facilement être calculés.

Dans tous les cas, la décision d'investir devra être justifiée par le taux de rentabilité espéré. Les critères qualitatifs devront bien sûr être pris en compte.

On peut se demander si les décisions d'investissement prises par les dirigeants de l'entreprise respectent dans tous les cas les critères rationnels recherchant la maximisation de la richesse de l'actionnaire. Cela est le cas si le taux de rentabilité des investissements est supérieur au taux de rendement global attendu (dividende + gain en capital) des actionnaires. Néanmoins, comme bien souvent les décideurs ne sont pas les principaux intéressés au respect de cette règle, le risque d'investir des fonds à des fins autres que financièrement rationnelles, par exemple investissements de prestige, est plus que présent.

On peut souligner que, pour certains dirigeants, les profits appartiennent, à partir d'un certain pourcentage modéré, à l'affaire plutôt qu'aux actionnaires[20]. Ce propos relance le débat entre pouvoir de direction et droit de propriété[21]. Devant l'absentéisme croissant des assemblées générales, le pouvoir des dirigeants ne fait que se renforcer. Selon les idées de H. Ford, les actionnaires sont considérés comme des étrangers à l'affaire et le dividende est une sorte d'intérêt à leur verser semblable à celui payé aux détenteurs d'obligations. A partir de ce point de vue, les dirigeants ne voient guère d'intérêt à privilégier la distribution des bénéfices au détriment de la bonne marche des affaires, de l'aisance de la trésorerie, de l'indépendance vis-à-vis du financement externe et de la puissance[22].

5.3. Vers une satisfaction maximale de tous les intérêts en jeu Le cas Landis & Gyr

La planification financière à long terme, élaborée en 1956 lors du going public de la société, a été réalisée sur la base d'un autofinancement aussi large que possible. Cela impliquait la continuation d'une politique de distribution restrictive des bénéfices aux actionnaires. Le traditionnel dividende de 10% (Fr. 20.— pour une action de Fr. 200.— valeur nominale) ne représentait pas même un tiers du bénéfice consolidé estimé. Calculé sur la valeur substantielle des actions (fair book value selon la terminologie anglo-saxonne), le dividende de Fr. 20.— par action procurait un rendement de 2%. Selon une estimation prudente de la capacité bénéficiaire de l'entreprise, le bénéfice par action (earnings per share EPS) devait se monter à Fr. 60.— au minimum. Dès lors, si la société maintenait le dividende à Fr. 20.—, elle pouvait réinvestir Fr. 40.—; cette somme augmentant année

[20] H. Ford: Ma vie et mon œuvre, traduction française, Paris 1928, pp. 184-185, cité par M. Malissen: L'autofinancement des sociétés en France et aux Etats-Unis, Dalloz, Paris 1953.

[21] R.A. Gordon: business leadership in large corporation, Brookings institution, Washington 1945, pp. 309, 313 et 319.

[22] R. Goffin: L'autofinancement des entreprises, Paris 1968, p. 111.

après année la valeur substantielle de chaque action à Fr. 1040.—, 1080.—, 1120.—, etc. Cependant, par rapport aux capitaux propres, le dividende s'amoindrissait chaque année. Pour maintenir un rendement de 2%, la direction aurait pu proposer une amélioration régulière du dividende équivalente à l'augmentation de la valeur substantielle (Fr. 20.80, Fr. 21.60, Fr. 22.40, etc.). Toutefois, cette augmentation régulière et constante a été jugée comme inopportune, surtout sous l'aspect psychologique.

Néanmoins, pour permettre aux actionnaires de réaliser les plus-values résultant de la rétention des bénéfices, la société a étudié la possibilité de distribuer régulièrement des actions gratuites proportionnellement au bénéfice réinvesti (une nouvelle sur 25 anciennes) tout en évitant une dilution des fonds propres.

Calcul pour la société

25 actions à Fr. 1000.—	25 000.—
+ bénéfice Fr. 60.— par action	1 500.—
	26 500.—
– dividende Fr. 20.— par action	500.—
	26 000.—
+ 1 action gratuite Fr. 200.— nominal	—.—
26 actions à Fr. 1 000.—	26 000.—

Les actions gratuites sont cependant sous le régime fiscal suisse un cadeau empoisonné. Les charges fiscales étant très onéreuses, la direction de Landis & Gyr décida de procéder chaque année à une augmentation du capital-action au pair variant selon le niveau des bénéfices. Il va sans dire qu'en cas de perte les augmentations de capital sont supprimées (ce fut le cas en 1975 et 1976).

En se basant sur un bénéfice de Fr. 60.— par action, le rapport d'augmentation du capital social peut être de une nouvelle action pour vingt anciennes sans provoquer une dilution des fonds propres.

Calcul pour la société

20 actions à Fr. 1000.—	20 000.—
+ bénéfice Fr. 60.— par action	1 200.—
	21 200.—
– dividende Fr. 20.— par action	400.—
	20 800.—
+ 1 action à Fr. 200.— de nominal	200.—
21 actions à Fr. 1000.—	21 000.—

Si le cours des actions à la bourse correspond à la valeur substantielle, le droit de souscription par action s'élèvera à Fr. 40.—. L'actionnaire qui préfère un revenu en espèces au gain en capital pourra vendre ce droit sur le marché financier.

Comparé au système basé sur une distribution régulière d'actions gratuites (stock dividend), appliqué par certaines sociétés américaines, le concept Landis & Gyr présente l'avantage de réduire le taux de versement du dividende par rapport à la valeur substantielle de 2% à 1%, à la suite du reversement de la moitié des dividendes; la sortie de liquidités se montant donc à un minimum absolu[23].

Si le cours de bourse des actions dépasse la valeur substantielle, la valeur du droit sera même plus élevée que le bénéfice total de l'entreprise, ce qui était par exemple le cas en 1962 (cours de bourse de l'action Fr. 4000.—, fair book value Fr. 1200.—, EPS Fr. 138.—, droit de souscription 1:14 Fr. 210.—) et en 1985 (cours Fr. 1950.—, fair book value Fr. 1440.—, EPS Fr. 103.—, droit de souscription 1:14 Fr. 114.—).

Certains auteurs reprochent au système de provoquer une diminution de l'influence des actionnaires par la vente des droits, vu que leur part proportionnelle au capital social se réduit, et par conséquent leur pouvoir aussi. Cependant, pour les actionnaires, le droit de vote dans une société dominée par un actionnaire majoritaire est négligeable (le cas Landis & Gyr).

En période de baisse persistante des cours boursiers, par exemple en 1964/66, 1973/74, 1980/82, où les prix des titres s'abaissent à un niveau inférieur à leur valeur substantielle, une offre de titres émanant d'une augmentation du capital social renforce la pression sur les cours. Ainsi, pour éviter une pression trop élevée exercée par une éventuelle vente massive des droits de souscription sur le marché financier, Landis & Gyr a mis en place un système de dédommagement. Ce système prévoit le rachat de chaque droit de souscription qui n'aurait pas été exercé, à un prix fixé par l'assemblée générale des actionnaires. Toutefois, comme le paiement de ce dédommagement est considéré comme un dividende du point de vue fiscal, il est donc soumis à l'impôt sur le revenu (pour les investisseurs qui y sont sujets) et à l'impôt anticipé.

En tout état de cause, les détenteurs de droits de souscription ne devraient avoir recours au système de dédommagement qu'en cas de chute drastique des cours. En réalité, on constate que c'est l'actionnaire principal qui utilise le dédommagement offert, pour régulariser le marché et le montant de l'augmentation du capital. Il est logique que les sommes destinées au rachat des droits non exercés soient plus élevées en période de climat boursier maussade (Fr. 3,9 mio en 1982) qu'en période de hausse (Fr. 0,8 mio en 1985, Fr. 0,3 mio en 1986).

Les avantages de la politique des dividendes de Landis & Gyr sont les suivants:

- Chaque actionnaire est libre de choisir le niveau de ses dividendes. En effet, grâce aux augmentations régulières, l'actionnaire peut modifier le rendement fixe de base, matérialisé par le dividende (Fr. 20.— pour le titres de Fr. 200.— de nominal et Fr. 2.— pour les titres de Fr. 20.— de nominal). Ainsi, il peut soit réinvestir ses dividendes, soit vendre le droit de souscription rattaché à chaque titre et, par conséquent, se procurer des liquidités supplémentaires, ce qui aura pour effet d'augmenter son rendement en espèces.

[23] A. C. Brunner: Finanzierungs- und Bilanzierungsmethoden der Landis & Gyr, conférence à la VSBW, 20 novembre 1959, manuscript, p. 10.

- Le produit de la vente des droits de souscription procurant un surplus de liquidités n'est pas imposable, donc du point de vue fiscal n'est pas considéré comme un dividende, bien qu'il le soit économiquement pour l'investisseur.
- Pour Landis & Gyr, cette politique n'entrave ni sa capacité d'autofinancement ni sa politique d'investissement. Les fonds à long terme nécessaires aux investissements dépassant le financement interne proviennent d'emprunts convertibles ou d'augmentations de capital à un prix proche de la valeur boursière.
- La politique de dividendes de Landis & Gyr élargit le cercle des investisseurs conformément à l'«effet clientèle», puisque les partisans d'une large distribution des bénéfices comme ceux d'un dividende faible peuvent être satisfaits.

L'unique désavantage de ce système est dû aux frais inhérents à toute augmentation de capital contre espèces, malheureusement inévitables pour des raisons fiscales.

Le tableau ci-dessous (cf. fig. 10) montre les augmentations pratiquées par Landis & Gyr depuis 1980, le rapport entre nouvelles et anciennes actions, la valeur du droit de souscription et le dédommagement payé par Landis & Gyr en cas de non-exercice du droit de souscription sur le marché boursier.

Augmentations du capital-action (en mio. de fr.) (fig. 10)

Année	à	Droit de souscription	Valeur boursière du droit (Fr.)	Dédommagement (Fr.)
1980	97,5	1:12 au pair	102.—	102.—
1981	105,0	1:14 au pair	54.50	56.—
1982	111,5	1:25 au pair	31.50	31.—
1983	115,8	1:20 au pair	55.—	56.—
1984	124,8	1:16 au pair	91.—	83.—
1985	141,0	1:15 au pair	111.50	105.—
1986	153,0	1:18 au pair	82.—	80.—

Les augmentations du capital-action n'expriment pas de manière identique le rapport du droit de souscription en raison du recours au dédommagement et de la conversion d'obligations en actions due à l'emprunt convertible (1971-1986)[24].

Quant au rendement en espèces que chaque détenteur de titre peut obtenir, le tableau suivant (cf. fig. 11) témoigne qu'il atteint des niveaux intéressants. Il faut toutefois garder à l'esprit que seul le dividende est sujet à l'impôt.

[24] Pour plus de détails, voir les tableaux de mouvements de fonds publiés dans les rapports annuels.

Rendement en espèces possible des actions Landis & Gyr (fig. 11)

Année	Dividende + valeur boursière du droit (Fr.)	Cours extrêmes (Fr.) plus haut	plus bas	Rendements extrêmes (en %) plus bas	plus haut
1980	122.—	1670.—	1260.—	7.31	9.68
1981	74.50	1440.—	1020.—	5.17	7.30
1982	51.50	1080.—	640.—	4.77	8.05
1983	75.—	1610.—	995.—	4.66	7.54
1984	111.—	1690.—	1290.—	6.57	8.60
1985	131.50	2400.—	1630.—	5.48	8.07
1986	102.—	2025.—	1500.—	5.04	6.80*

* Cours au 10.9.87

Si une telle politique donne satisfaction depuis maintenant plus de trente ans, son succès ne s'est pas acquis tout seul mais par des efforts que les dirigeants et les principaux actionnaires ont su consentir. On peut mentionner par exemple:

La fixation, la publication et le suivi d'une politique financière. La société a clairement établi une politique financière en 1956 et s'y conforme depuis cette date tout en l'adaptant selon l'évolution des besoins du marché. Cette politique financière a été mise en œuvre à l'aide d'instruments financiers des plus originaux et modernes (exemples: emprunts convertibles, emprunt obligataire à intérêts cumulés payables à l'échéance, augmentation régulière et annuelle au pair du capital social, bons de participation prioritaires).

Politique d'information du public. Au travers de rapports annuels et de publications diverses, les dirigeants de Landis & Gyr, plus particulièrement le Dr A. C. Brunner-Gyr, ont informé les investisseurs sur les tenants et aboutissants de leur politique financière.

Image sincère et fidèle des comptes. La présentation depuis trois décennies de comptes consolidés fidèles à la réalité (les statuts interdisant la constitution de réserves latentes arbitraires) donne aux investisseurs une vue exacte sur l'évolution de la capacité bénéficiaire du groupe.

5.4 Conclusion générale

Comme nous avons essayé de le souligner tout au long de ce travail, la décision du dividende est une décision fondamentale et non pas seulement résiduelle telle que l'entendent les partisans de la neutralité du dividende. Dans la plupart des sociétés suisses ouvertes au public, le bénéfice déclaré est manipulé en fonction des besoins de répartition. La manipulation de ce bénéfice discrédite les informations transmises par les sociétés et ne fait qu'accroître la grande confusion qui existe parmi les investisseurs. Ces derniers ne basent que trop souvent leurs décisions sur des données inadéquates telles que le bénéfice déclaré, le taux et le montant nominal distribué par titre, alors qu'ils devraient se fier aux bénéfices actuels et futurs estimés par des analystes financiers sérieux et aux dividendes ajustés.

Si les décisions du dividende des trois grandes banques n'ont pas été bien interprétées (le dividende ajusté ayant cependant augmenté dans les trois cas), le comportement des

investisseurs a confirmé l'importance qu'ils attribuent à ce type de rémunération. On ne peut s'empêcher de citer le cas de la Société General Public Utilities aux Etats-Unis[25] dont le président avait décidé de réduire le montant des dividendes versés afin d'éviter une augmentation de capital. Malgré les explications fournies, le projet a fait l'objet d'une vive opposition des actionnaires: les investisseurs individuels recommandèrent au président de voir un psychiatre, les institutionnels menacèrent de vendre, le prix de l'action chuta de 10% et, en fin de compte, le projet fut abandonné.

Aux yeux de tous, il est évident qu'en présence d'un marché financier parfait le choix de la répartition entre dividendes et bénéfices retenus ne peut être générateur de richesse pour l'actionnaire. Cependant, le marché helvétique est loin de présenter les caractéristiques nécessaires et l'on peut affirmer sans risque qu'il ne les présentera d'ici longtemps.

Toutefois, on a pu constater que l'influence du dividende se fait surtout par l'information qu'il véhicule et c'est à ce niveau que l'on peut réduire son rôle. En effet si l'on désire que le marché évalue sur la base des capacités bénéficiaires futures et non pas sur la base de répartitions de bénéfices, les sociétés ouvertes au public doivent s'efforcer de mettre à disposition plus d'information sur leur politique d'investissement et sur les bénéfices qui en découleront. Cela va de pair avec une présentation des comptes plus fidèle et sincère. C'est à ce prix que l'effet psychologique du dividende s'amenuisera. Certains l'ont compris, à l'image de Landis & Gyr, puisse les autres leur emboîter le pas.

[25] C. Loomis: A case for dropping dividends, Fortune, 15 juin 1968, pp. 181 ss.

ANNEXE 1

Corrélation simple avec la capitalisation boursière de 1972 à 1985

	Cash flow	Bénéfice	Dividende
CIBA-GEIGY*	0,89	0,92	0,85
EICHHOF	– 0,14	0,32	0,09
FORBO	0,81	0,38	0,78
GLOBUS	0,56	0,35	0,66
HERO	0,54	0,53	0,65
HOLDERBANK	0,91	0,83	0,95
INTERDISCOUNT	0,88	0,82	0,88
JELMOLI	0,59	0,68	0,67
LANDIS & GYR	0,69	0,65	0,63
MERCURE	0,79	0,94	0,93
MÖVENPICK*	0,94	0,87	0,98
NESTLE	0,89	0,90	0,91
ROCHE*	0,77	0,63	0,48
SANDOZ	0,83	0,89	0,79
SCHINDLER*	0,60	0,40	0,04
SIBRA	0,61	0,59	0,75
SIKA	0,97	0,91	0,98
SULZER	0,65	0,68	0,73
SWISSAIR**	0,84	0,81	0,85
TUILERIES ZURICHOISES	0,69	0,34	0,60

* données manquantes pour 1972
** données manquantes pour 1985

Le nombre d'observations pour chaque société se monte à 13 ou 14. Cela modifie la plage de valeurs par rapport à laquelle le coefficient de corrélation doit être interprété.

	niveau de signification	
	0,05	0,001
13 observations	0,5139	0,7603
14 observations	0,4973	0,7420

ANNEXE 2

Corrélation simple avec la capitalisation boursière (de l'année t + 1) de 1972 à 1985

	Cash flow	Bénéfice	Dividende
CIBA-GEIGY*	0,93	0,91	0,92
EICHHOF	– 0,09	0,21	0,26
FORBO	0,81	0,62	0,90
GLOBUS	0,48	0,25	0,64
HERO	0,67	0,47	– 0,37
HOLDERBANK	0,78	0,32	0,74
INTERDISCOUNT	0,75	0,78	0,77
JELMOLI	0,65	0,73	0,79
LANDIS & GYR	0,41	0,46	0,84
MERCURE	0,62	0,70	0,67
MÖVENPICK*	0,92	0,84	0,87
NESTLE	0,89	0,92	0,92
ROCHE	– 0,11	0,10	0,54
SANDOZ	0,86	0,86	0,81
SCHINDLER*	0,65	0,40	– 0,26
SIBRA	0,84	0,78	0,66
SIKA	0,97	0,93	0,93
SULZER	0,43	0,48	0,37
SWISSAIR	0,86	0,61	0,66
TUILERIES ZURICHOISES	0,78	0,45	0,45

* données manquantes pour 1972

Le nombre d'observations pour chaque société se monte à 12 ou 13. Cela modifie la plage de valeurs par rapport à laquelle le coefficient de corrélation doit être interprété.

	niveau de signification	
	0,05	0,001
12 observations	0,5324	0,7800
13 observations	0,5139	0,7603